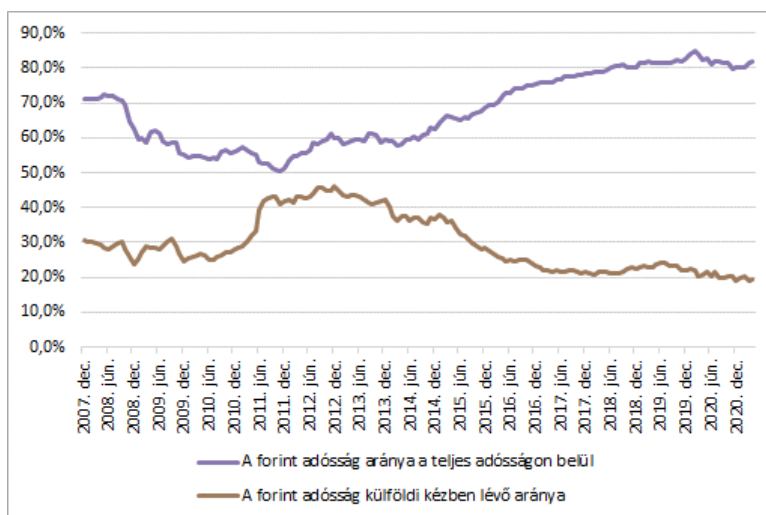


A magyar állampapírok Elsődleges forgalmazóinak másodpiaci forgalma nem magyarországi ügyfelekkel (2018-2021)

Bevezető

Az államadósság finanszírozásában a legtöbb ország esetében szerepet kapnak a külföldi befektetők is. Devizaadósság felvétele esetén döntően külföldiek a hitelnyújtók, de külföldi befektetők a belföldi állampapír-piacon is részt vesznek (hacsak nincsenek devizaforgalmi vagy tőkekorlátozások). A külföldi befektetők hozzájárulnak a befektetői bázis diverzifikálásához, a futamidő növeléséhez, lehetővé teszik az átmenetileg magasabb finanszírozási igény fedezését, és növelik az állampapír-piaci likviditást, a túl magas arányuk viszont kockázatos. A 2008-as világválság idején ez a kockázat materializálódott, a külföldi befektetők rövid idő alatt nagymértékben csökkentették forint állampapír befektetéseik állományát, erős eladói nyomás alá helyezve a másodpiacot. A forint piac stabilizálódása után a 2010-es évek elején ismét jelentősen nőtt a külföldi állomány. 2012 után, az előbbi tapasztalatok alapján kiemelt stratégiai cél lett a hazai államadósság-kezelés számára a devizaadósság mellett a külföldi finanszírozás arányának csökkentése is. E téren az évtized végére jelentős sikereket könyvelhetett el a magyar állam, a devizaadósság aránya 2019-re a központi költségvetés teljes adósságán belül 20% alá csökkent, a külföldi finanszírozók aránya pedig a központi költségvetés adósságának kétharmadáról annak egyharmadára mérséklődött.

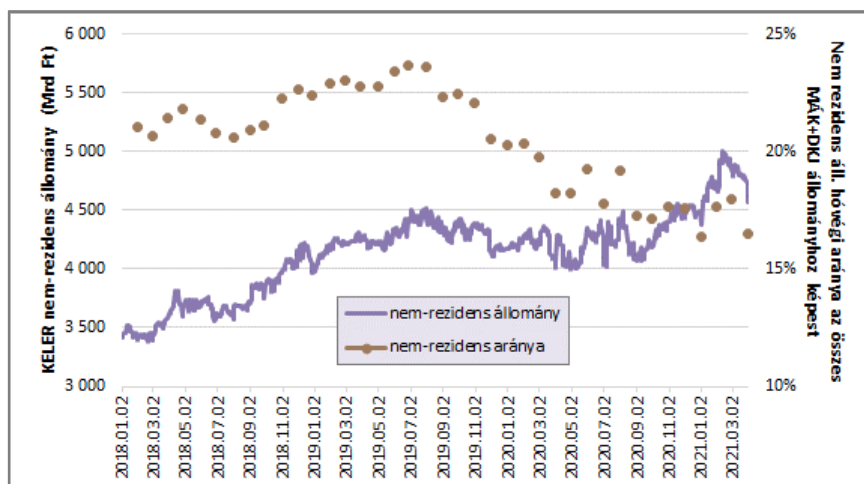


1. ábra: A forint adósság és a külföldi kézben lévő forint adósság aránya
(forrás: ÁKK Zrt., Magyar Nemzeti Bank)

Az adósságkezelő dolgát ugyanakkor megnehezíti, hogy a belföldi piacon egyfelől jóval kisebb befolyása van a külföldiek keresletét alakító tényezőkre, másfelől jóval kevesebb információ érhető el a tevékenységükről a hazai befektetőkhez képest. Mivel a külföldiek részvétele – mind nominálisan, mind arányait tekintve – időről-időre jelentősen változhat, ezért érdemes folyamatosan vizsgálni e folyamat alakulását. Ezt segítik az Elsődleges forgalmazóktól kapott másodpiaci forgalmi adatok, amelyek viszonylag új információkat jelentenek. Jelen elemzésben ezen adatokról, és a feldolgozásuk eredményéről kívánunk tájékoztatást adni.

Az Elsődleges forgalmazók másodpiaci forgalmának monitorozására az ÁKK 2016-ban vezette be az Európai Unió Gazdasági és Pénzügyi Bizottságának (EFC: Economic and Financial Committee) Szuverén Adósságpiacok Albizottsága (ESDM: EFC Sub-Committee On EU Sovereign Debt Markets), az Eurózána adósságkezelői és az Európai Primary Dealerek Szövetsége által közösen kialakított ún. Harmonized Reporting Format (röviden és a továbbiakban: HRF) adatszolgáltatást. Ennek a jelentési formának a különlegessége, hogy a PD-k minden ügylet esetében a partnere/ügyfele befektetői szektor szerinti típusát és országát is azonosítja az ÁKK felé. (Ld. részletesen az Ügyfélkategóriák és a Földrajzi csoportok pontokban.) Ez utóbbi különösen azért lényeges, mert hagyományosan a magyar állampapírok másodpiaci forgalmának jelentős része külföldi partnerekkel zajlik, és a korábbi adatgyűjtések esetében a külföldi partnerek esetében sem országok, sem befektetői típusok szerinti további bontás nem volt.

Az elmúlt bő három évet vizsgálva, a KELER Zrt. által nyilvántartott, nem-rezidens tulajdonban lévő forint állampapírok állománya 2018-ban folyamatosan emelkedett, 2018 novemberében érte el a 4.000 milliárd forintot, utána pedig sokáig a 4.000-4.500 milliárd forintos sávban hullámozott. 2021-ben ismét jelentősebben emelkedett, és 4.500 és 5.000 milliárd között alakult az első negyedév végéig.



2. ábra: A nem-rezidensek kezében lévő forint állampapír állomány és annak hányada az összes nagybani állampapír állományhoz képest (forrás: KELER Zrt., ÁKK)

Ennek a nem-rezidens állománynak az aránya a teljes Magyar Államkötvény + Diszkont Kincstárjegy állományon belül nagyjából 2019 júliusáig együtt növekedett a nominális állomány alakulásával, azóta viszont a teljes piaci állomány erősebb növekedése miatt csökkenő tendenciát mutat. Mindez összhangban van az ÁKK azon fentebb írt szándékával, hogy a külföldi kézben lévő állampapírok állománya maradjon korlátok között, arányaiban lehetőség szerint csökkenjen is. Ezek a nagybani, intézményi befektetői állampapírok a másodpiacon igen likvidék, és a nagy külföldi befektetők hirtelen portfólió-átrendezései, eladásai még erősíthetik is a negatív folyamatokat, túlzott eladói kínálat révén (nem csak válsághelyzetben).

Elemzésünkben azt vizsgáljuk meg, hogy miként változott a külföldi szereplők szerepvállalása és kik a külföldi befektetők a forint állampapírok piacán az elmúlt bő három évben. A vizsgálathoz a rendelkezésre álló adatforrások közül elsősorban az Elsődleges forgalmazók által közvetlenül az ÁKK számára küldött adatokat használtuk fel. Ez a legközvetlenebb adatszolgáltatás, amelyből következtetni lehet a külföldiek magyar állampapír vásárlásaira, ugyanis a tulajdonosi (állományi) adatok nagy részét már elfedik az elszámolóházi gyűjtőszámlák.

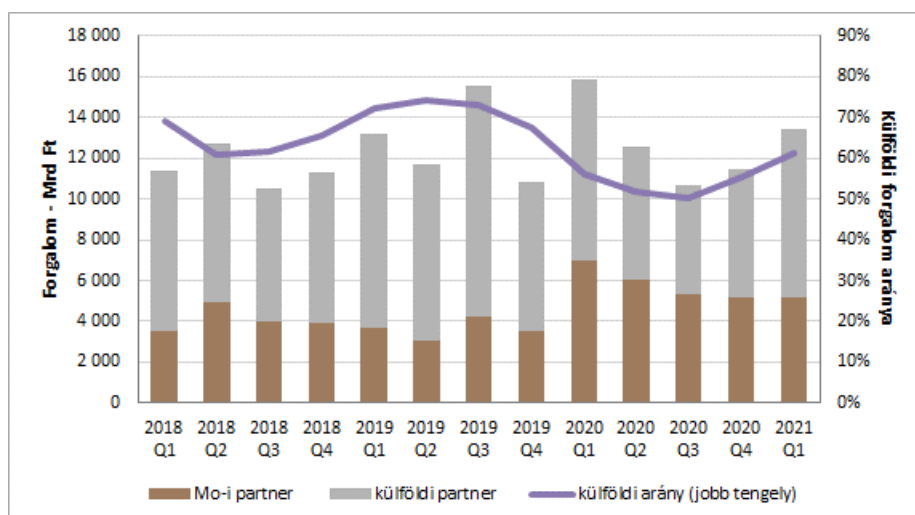
Az Elsődleges forgalmazók

1996. január 3-tól működik az állampapírok elsődleges forgalmazói rendszere Magyarországon, amely létrehozásának alapvető célja a Magyar Állam által kibocsátott értékpapírok befektetőkhez való eljuttatásának megkönnyítése, a költségvetés finanszírozásának biztos alapokra helyezése, valamint a másodpiac átláthatóságának és likviditásának növelése volt. Az Elsődleges forgalmazók (nemzetközileg használt kifejezéssel: primary dealer-ek; röviden: PD-k) olyan, a jelentkezési folyamat után az ÁKK által elfogadott bankok, befektetési vállalkozások, melyeknek az elsődleges forgalmazói rendszerben a legfőbb feladataik a következők:

1. Részt vesznek (kizárólagos joggal) a belföldön forintban denominált Magyar Államkötvények és Diszkont Kincstárjegyek forgalomba hozatalában és forgalmazásában rendszeres aukciós ajánlattétellel a klasszikus- és csereaukciókon, illetve a nem-kompetitív értékesítési eljárások keretén belül.
2. A másodpiaci likviditás biztosítása és a befektetők elérése érdekében a másodpiacon kétoldali árat jegyeznek a befektetők felé különböző kereskedési rendszereken, köztük kötelező jelleggel egy, a forgalmazói szerződésben meghatározott elektronikus platformon¹.
3. Részt vesznek az ÁKK különböző piacfenntartási és kockázatkezelési tevékenységében, pl. referenciahozam-képzés, állampapír indexek képzése, repó ügyletek, visszavásárlási aukciók.

Külföldi arány

Az utóbbi években a HRF jelentések alapján **az Elsődleges forgalmazók másodpiaci forgalmának nagyobb részében nem magyarországi ügyfél volt a partner.** A külföldi partnerekkel kötött ügyletek aránya 2018-ban 60-70 százalék között volt, 2019-ben 70 százalék fölé emelkedett, majd 2020-ban 50 és 60 százalék közé esett vissza. 2021 első negyedévében 61 százalék volt a külföldi partnerek aránya.



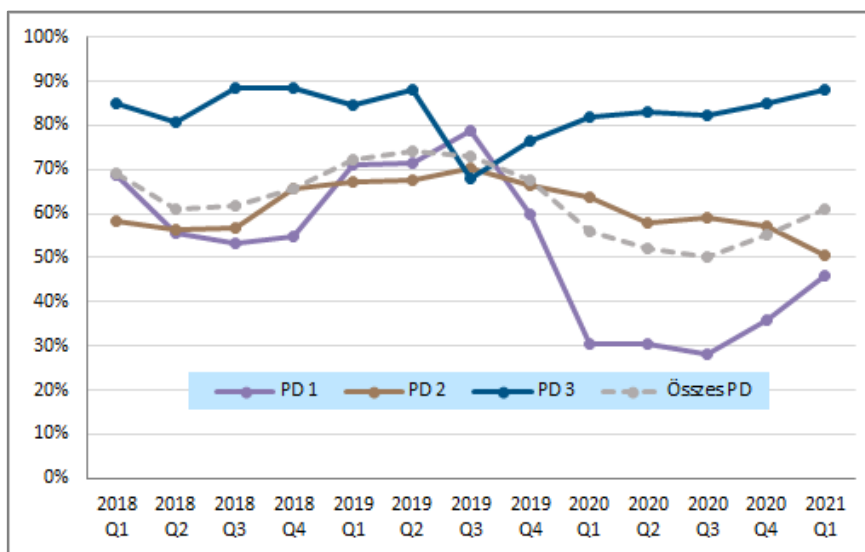
3. ábra: Az Elsődleges forgalmazók másodpiaci forgalmának (Államkötvény, Diszkont Kincstárjegy) megoszlása negyedévente az ügyfél székhelye alapján ²

¹ Ez jelenleg az MTS S.p.A. által az ún. MTS Cash Domestic Market MTF-en belül üzemeltetett MTS Hungary multilaterális kereskedési rendszer.

² Az ábrák és táblázatok forrásai (amennyiben külön nem jelezzük) az Elsődleges forgalmazók HRF jelentései.

A fenti arányt mélyebben is vizsgálándó az Elsődleges forgalmazókat a következő csoportokra osztjuk:

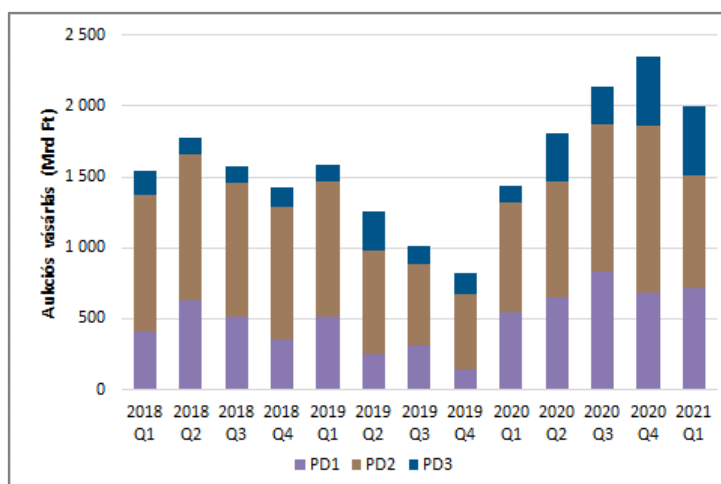
PD1: Olyan forgalmazók, akiknek állampapír-forgalmazási tevékenysége Magyarországon zajlik (5 cég: CIB Bank, MKB Bank, MTB Magyar Takarékszövetkezeti Bank, OTP Bank, UniCredit Bank).
PD2: Olyan forgalmazók, akiknek állampapír-forgalmazási tevékenysége részben Magyarországon, részben a cégcsoport külföldi központjában, intézményeiben zajlik (5 cég: Citibank, Erste Bef. Mo. Zrt., ING Bank, K&H Bank, Raiffeisen Bank).
PD3: Olyan forgalmazók, akiknek teljes állampapír-forgalmazási külföldön zajlik (2018-ban 5, 2019-2021-ben 4 cég: BNP Paribas, Deutsche Bank, Goldman Sachs, JP Morgan és 2018-ban Merrill Lynch



4. ábra: Az Elsődleges forgalmazók másodpiaci forgalmában a külföldi partnerek aránya negyedévente a különböző forgalmazói csoportokban

A teljesen magyarországi központú forgalmazók (PD 1) ügyletei között 2019-ben igen magas volt a külföldi ügyfelek aránya, 70 százalék fölé emelkedett, majd 2020-ban nagyot esett, 30 százalék körüli szintre, végül 2021-ben ismét emelkedett. Egyetlen negyedév kivételével mindig a külföldön tevékenykedő forgalmazók (PD 3) esetében volt a legmagasabb a külföldi arány. A tevékenységüket megosztó Elsődleges forgalmazóknál (PD 2) a leginkább kiegyensúlyozott ez a külföldi arány, és nagyon hasonlóan alakul, mint a teljes forgalmazó körre vonatkozó megoszlás.

E második csoport vásárolta az államkötvény és a diszkont kincstárjegy aukciókon az ÁKK által eladott mennyiség több mint a felét:



5. ábra: A 3 elsődleges forgalmazói csoport államkötvény és diszkont kincstárjegy vásárlásai az aukciókon (a csereaukciókkal és a nem-kompetitív tenderekkel együtt)

Ügyfélkategóriák

A HRF módszertan az alábbi befektetői szektor csoportokat különbözteti meg:

Inter-dealer bróker: nem banki pénzügyi közvetítők, brókerek
Primary dealer: Magyarországon Elsődleges forgalmazók
Kiemelt bank: legalább 3 eurozóna-országban PD, de Magyarországon nem)
Kapcsolódó entitás, vállalkozás: a PD-vel azonos vállalatcsoportba tartozó cég (de nem alapkezelő, nyugdíjpénztár, biztosító)
Egyéb bank: olyan bank, ami nem kiemelt bank, nem kapcsolódó entitás és nem is magyar PD
Kormányzat: jegybankok, szuverén alapok, önkormányzatok
Nyugdíjalap: magán és állami nyugdíjalapok
Biztosító: biztosítótársaságok
Alapkezelő: alapkezelők, befektetési alapok, kockázati alapok
Hedge fund: hedge fundok
Vállalat: kereskedelmi, ipari, egyéb nem pénzügyi vállalkozások

A vizsgált három és egynegyed év összesítésében így oszlott meg a külföldi partnerekkel lebonyolított bruttó forgalom a befektetői csoportok között, milliárd forintban:

Inter-dealer bróker	Primary dealer	Kiemelt hitelintézet	Kapcsolódó vállalkozás	Egyéb hitelintézet	Kormányzat	Nyugdíjalap	Biztosító	Alapkezelő	Hedge fund	Vállalat	Összesen
25 040,7	6 463,6	8 689,8	24 634,5	13 883,3	780,2	365,8	171,7	18 244,3	2 997,7	370,9	101 642,6
24,6%	6,4%	8,5%	24,2%	13,7%	0,8%	0,4%	0,2%	17,9%	2,9%	0,4%	100,0%

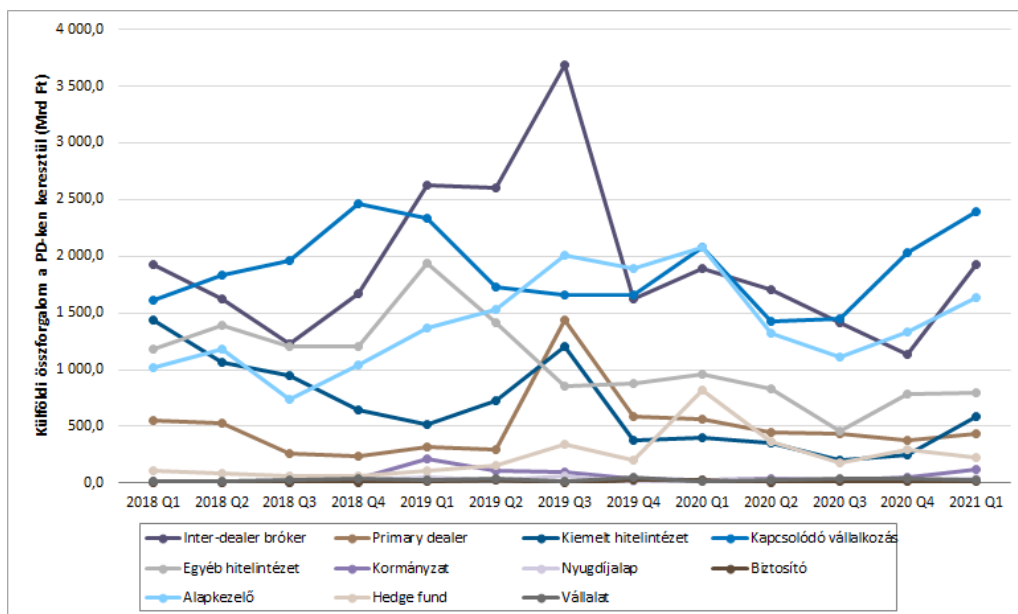
A legnagyobb összvolumenű ügyleteket az inter-dealer brókerekkel kötötték az Elsődleges forgalmazók, ezután következtek a kapcsolódó vállalkozások, majd az alapkezelő cégek. Ez a három csoport az összes forgalom 67 százalékát tette ki, és egyben három erősen eltérő intézményi kategóriának számít.

Az *inter-dealer brókerek* olyan nemzetközi közvetítő cégek, amelyek összekapcsolnak bankokat, piaci szereplőket az OTC piacon, és a kereslet-kínálat teremtette ügylet rajtuk keresztül történik meg. Fontos közvetítőként jelennek meg, viszont pozíciót nem vesznek fel. A fentebb bevezetett PD-

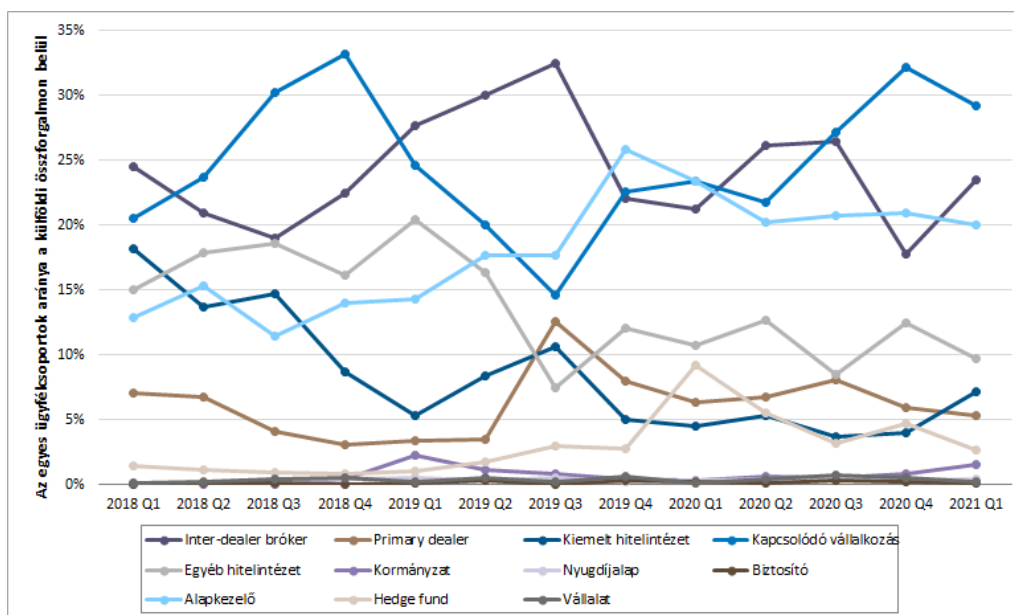
csoportok közül a 2-esben és a 3-asban, a forgalmazói tevékenységet részben vagy teljesen külföldön végző bankoknál a legmagasabb az inter-dealer ügyletek aránya (28 ill. 29%). Az inter-dealer forgalom 69 százalékát brit, 29 százalékát svájci cégekkel kötötték az Elsődleges forgalmazók.

A *kapcsolódó vállalkozások* a forgalmazó nemzetközi cégcsoportjához tartozó egyes intézmények, melyek lehetnek akár bizonyos fajta végbefektetők, akár további közvetítők is. A magyar állampapírok elsődleges forgalmazói körének sokszínűségét, széles földrajzi elterjedtségét jelzi, hogy a vizsgált három évben 15 különböző ország jelent meg a kapcsolódó vállalkozások kategóriájában. ABC-sorrendben ezek az országok: Ausztria, Belgium, Bulgária, Csehország, Dánia, Egyesült Királyság, Hollandia, Horvátország, Japán, Lengyelország, Németország, Románia, Svájc, Szlovákia és az USA. Ebben az ügyfélkörben is a 2-es PD-csoport esetében a legmagasabb az arány, meghaladja az 50 százalékot.

Az *alapkezelők* az előző két csoporttól eltérően egyértelműen végbefektetőnek számító intézmények. Összesen 33 ország szerepelt ebben a kategóriában, az alapkezelői forgalom 57 százaléka brit, 20 százaléka az Eurózónával, 14 százaléka pedig USA-beli cégekkel zajlott. A teljes állampapír-forgalmazást külföldön végző 3-as PD-csoportnál a legnagyobb az alapkezelők aránya a forgalmukon belül (30%).



6. ábra: Az Elsődleges forgalmazók külföldi partnerekkel bonyolított másodpiaci forgalma negyedévente befektetői csoportokra bontva



7. ábra: Az egyes befektetői csoportok aránya az Elsődleges forgalmazók külföldi partnerekkel bonyolított másodpiaci forgalmán belül, negyedévente

Mind volumenben, mind arányban meglehetősen változatos és hullámzó volt az egyes külföldi ügyfélcsoportokkal bonyolított forgalom ebben a 13 negyedévben. Nagyjából növekvő trendet mutat az alapkezelők forgalma, és még valamelyest a többi Elsődleges forgalmazóval és a hedge fundokkal kötött ügyleteké is. Csökkenő trendet leginkább az egyéb és a kiemelt hitelintézetekkel bonyolított forgalomban látunk.

Földrajzi csoportok

A HRF közel 250 országcódot ad meg, mellyel azonosíthatják a forgalmazók a partnereket azok székhelye alapján. A vizsgált időszakban 43 különböző földrajzi hely (jellemzően ország) szerepelt a jelentésekben. Az áttekinthetőség érdekében a befektetői aktivitás, piaci jelentőség szempontjából külön szerepeltetjük a következőket: Ausztria, az Egyesült Királyság, Belgium, Svájc és az USA. A többieket kontinensek szerint csoportosítottuk, az európaiakat pedig még külön három részre osztottuk: Eurózána (Ausztria és Belgium kivételével); nem-eurózána EU (Svájc és UK³ kivételével); egyéb Európa.

Ebben a három és egynegyed évben összesítésben a következőképpen oszlott meg a külföldi partnerekkel bonyolított másodpiaci forgalom az országcsoportok között, milliárd forintban:

Egyesült Királyság	Ausztria	Belgium	Svájc	Egyéb Eurózána	Nem-€ EU	Egyéb Európa	USA	Egyéb Amerika	Ázsia	Ausztrália	Afrika	Összesen
41 408,6	10 460,3	7 777,8	8 100,4	12 085,2	11 939,2	64,8	6 002,2	2 941,8	851,4	8,5	2,3	101 642,6
40,7%	10,3%	7,7%	8,0%	11,9%	11,7%	0,1%	5,9%	2,9%	0,8%	0,0%	0,0%	100,0%

A külföldiekkel kötött ügyletek 90 százalékában európai volt az Elsődleges forgalmazók partnere, azoknak közel fele pedig az Egyesült Királyságban bejegyzett cég.

Az *egyesült királyság*beli partnerek 42 százaléka inter-dealer bróker volt, 25 százaléka alapkezelő.

Az *ausztriai* forgalom nagy részét, 95 százalékát a különböző kategóriákba eső bankok tették ki.

³ Az Egyesült Királyság a Brexit-folyamat aktuális állapotától függetlenül egyik negyedévben sem számított bele a nem-eurózána EU kategóriába.

Belgium esetében a forgalom többsége (79%) az ún. kapcsolódó vállalkozásokkal bonyolódott, tehát a magyarországi Elsődleges forgalmazók bankcsoportjaihoz tartozó partnerekkel.

Svájc esetében 91 százalékban inter-dealer brókerek voltak az ügyfelek.

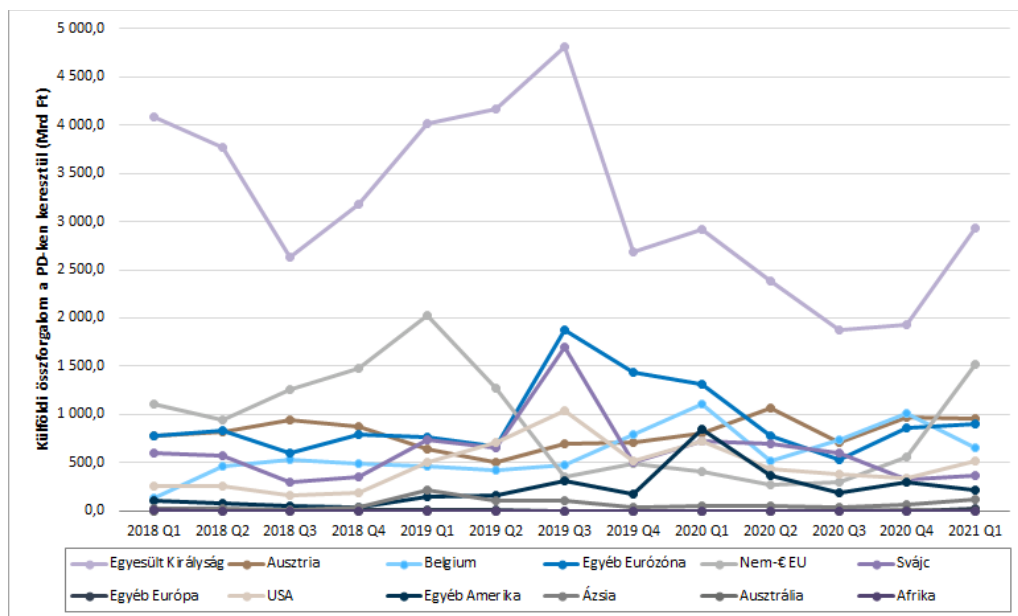
Az *Eurózána egyéb országaiban* szintén a kapcsolódó vállalkozások aránya volt a legmagasabb (43%) a partnerek között, majd következtek az alapkezelők és az Elsődleges forgalmazók (26 és 20%).

Az *Eurózána kívüli EU-országokban* a partnerek 49 százaléka kapcsolódó vállalkozás, 43 százaléka bank volt.

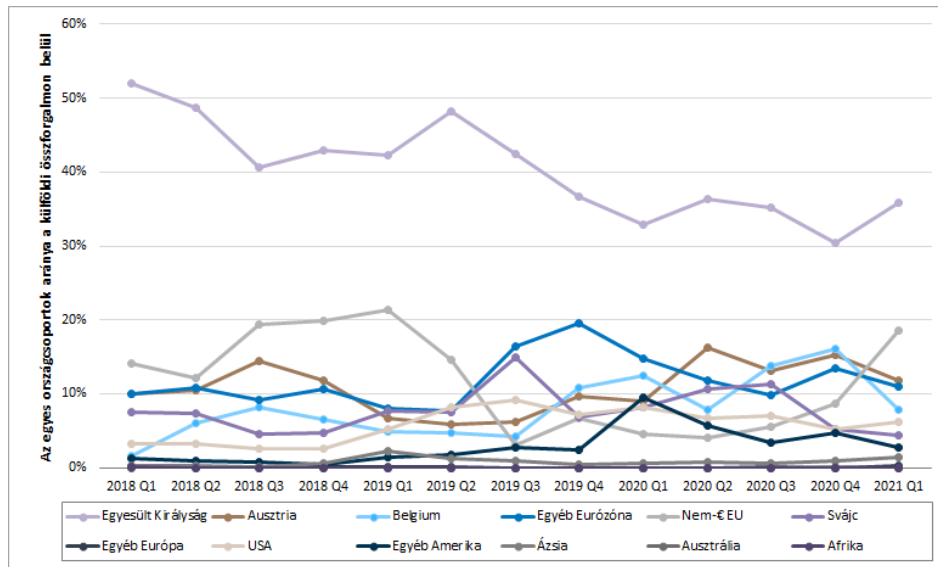
Az *USA-ban* lévő ügyfelek esetében 51 százalék volt a kapcsolódó vállalkozások, 43 százalék az alapkezelők aránya.

Egyéb Amerika a magyarországi állampapír-forgalmazók ügyletei esetében néhány karib-tengeri szigetországot és Kanadát jelentette. Az ottani forgalom 88 százaléka hedge fund-okkal zajlott.

Az *ázsiai* forgalom 83 százaléka a kormányzat kategóriába tartozott. A kormányzat ebben az esetben elsősorban szuverén alapokat, illetve jegybankokat jelentett.



8. ábra: Az Elsődleges forgalmazók külföldi partnerekkel bonyolított másodpiaci forgalma negyedévente földrajzi csoportokra bontva

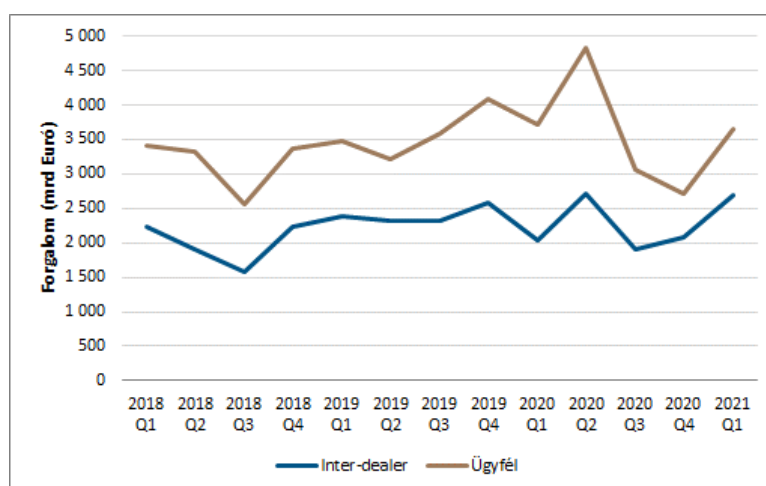


9. ábra: Az egyes földrajzi csoportok aránya az Elsődleges forgalmazók külföldi partnerekkel bonyolított másodpiaci forgalmán belül, negyedévente

A 13 negyedév mindegyikében a tíz országcsoport közül az Egyesült Királyság adta a forgalom legnagyobb részét. A tendencia viszont csökkenő, miközben elsősorban az Eurózával (de más földrajzi csoportok országaival is) kötött ügyletek mennyisége növekvő trendet mutat. Ebben a Brexit hatását feltételezhetjük, például egyes partnerek székhelye Londonból a kontinentális Európába került, vagy éppen egy forgalmazó egy megszokott ügyfele esetében annak már nem a brit, hanem az EU-s ágával köt üzletet. 2020 végén két PD esetében is a londoni székhelyű forgalmazó helyére jogutódlással a csoporton belüli, EU-tagállami székhelyű entitás került be a PD-körbe.

Nemzetközi összevetés

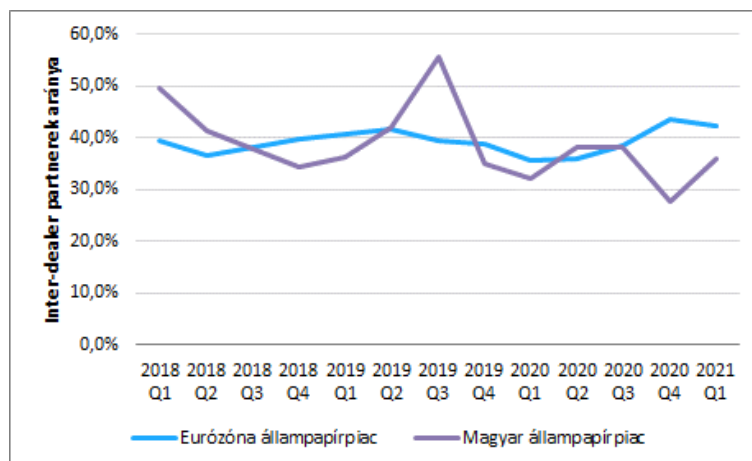
Az EU-s Szuverén Adósságpiacok Albizottság (ESDM) negyedévente közzéteszi az eurózónabeli állampapírcikkek forgalmának összesítését.⁴



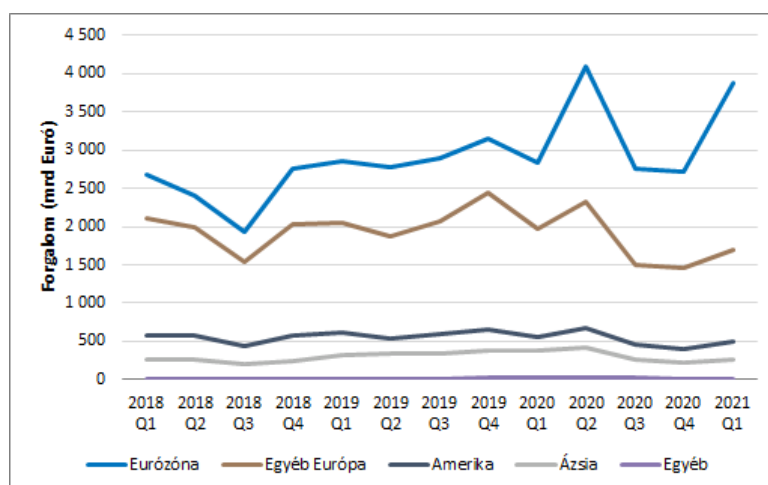
10. ábra: Az Eurózával állampapírcikkek forgalma negyedévente partnercsoportonként (forrás: ESDM)

⁴ Euro Market Activity Report (EMAR): https://europa.eu/efc/efc-sub-committee-eu-sovereign-debt-markets/euro-market-activity-report-emar_en

Ezekben a publikált adatokban csak két csoportra bontják a partnereket. A HRF-ben használt részletesebb megosztásból az első három kategória (inter-dealer bróker, primary dealer, kiemelt bank) tartozik az „inter-dealer” csoportba, a többi mind az „ügyfél” csoportba. Az eurózónabeli piacokon ebben az időszakban 39-61 százalék volt az inter-dealer – ügyfél megosztás, a magyar állampapírok külföldi piacán szinte ugyanaz: átlagosan 40-60 százalék. A 11. ábrán látható, hogy az eurózóna piacokon ez a megosztás nagyjából állandó, a magyarországi PD-k esetében viszont jobban ingadozik:



11. ábra: Az inter-dealer partnerek (inter-dealer bróker, primary dealer, kiemelt bank) aránya negyedévente az eurózónabeli, illetve a magyar állampapírok piacán



12. ábra: Az Eurózóna állampapírpiacainak összforgalma negyedévente földrajzi bontásban (forrás: ESDM)

Az ESDM által közzétett földrajzi bontás sem annyira részletes, mint nálunk volt az előzőekben. Összehasonlítva: az eurózónabeli állampapírpiacokon európai partnerekkel a forgalom 85 százaléka bonyolódott, a magyar piacon ez az arány 90 százalék. Az amerikai kontinens aránya az eurózónában 10 százalék volt, nálunk 9.

Koncentráció

A belföldi állampapír-piacon való külföldi részvételt nemcsak összességében, hanem állampapír-sorozatonként is érdemes megvizsgálni, mert a túlzott koncentráció hátrányos folyamatokat indíthat be esetleges piaci zavarok esetén. A négy államkötvény melynek az összes forgalmán belül a

legmagasabb volt a külföldi partnerek aránya, mindegyike 5-10 év hátralévő futamidejű, és magas, 1.000 milliárd forint feletti piaci állománnyal rendelkezik.

MÁK sorozat	A külföldi partnerekkel folytatott forgalom az összforgalmon belül (2018 - 2021 Q1)
2027/A	83,7%
2026/D	82,0%
2030/A	80,5%
2025/B	75,5%
2028/A	75,3%
2024/B	75,2%
2022/A	75,1%
2026/E	74,5%
2020/C	72,5%
2022/B	71,3%

1. táblázat: A 10 államkötvény, melyek esetében a legnagyobb volt a külföldi partnerekkel folytatott forgalom aránya (2018 – 2021. első negyedév)

Összegzés

A belföldi állampapír-piacon a külföldi befektetők, és egyéb piaci szereplők részvétele a nominális állományt tekintve növekedett az elmúlt 3 évben, ami Magyarország kedvező befektetői megítélését is mutatja, azonban a teljes piac méretéhez viszonyítva ez csökkenő arányt jelentett. Utóbbi is pozitív jelenség, és ha részleteket is vizsgálunk, akkor is meglehetősen kedvező képet látunk. A forint állampapírok piacán a külföldi piaci szereplők széles, diverzifikált körből kerülnek ki, túlzott koncentráció sem földrajzilag, sem befektetői szektor terén nem tapasztalható, és az egyes államkötvény sorozatok közül azokban van kiemelkedő külföldi arány, amelyek nagy állományúak. Ezzel elmondható, hogy az elmúlt években az államadósságon belül a devizarészarány csökkentése mellett a teljes külföldi részarány is kedvező mértékűre csökkent, ami hozzájárul a magyar államadósság-kezelés stabilitásához. Az Elsődleges forgalmazóktól rendszeresen kapott HRF adatok pedig jó közelítéssel engednek következtetni a folyamatokra, földrajzi és szektorális elemzést is lehetővé tesznek, ezért az ÁKK kiemelt figyelmet fordít ezen adatok részletes vizsgálatára.